

## 供需扭转，牛市“浆”来

### 摘要

经过 2018 年的暴跌，2019 年的横盘，纸浆终于在 2020 年末走出底部，向上突破。

供需层面，纸浆供过于求的情况在不断好转。由于 2021 针叶浆没有新增产能。在总体产出变化相对有限的情况下，海外消费回暖，国内禁塑令、禁废令等政策利好及党建宣传需求，过剩的供给将由较为确定性的需求逐步消化。因此，在供给相对稳定，需求快速增长预期下，2021 纸浆价格重心将明显上移。

纸浆维持强势需要宏观环境和产业端共同支持。宏观层面，后疫情时代，疫苗捷报频传，虽偶有部分地区疫情反复，但整体仍是经济复苏的预期，结合宽松货币政策提供的充足流动性，大宗商品仍是温和上涨的态势。产业端，文化用纸旺季在上半年，学校教材及党建宣传材料的印制需求基本在上半年基本释放。下半年虽无文纸旺季，但仍有金九银十及年关备货行情支撑，包装用纸及生活用纸也将撑起纸浆需求。

因此，我们预计现货价格明年将在 5000-6000 区间宽幅震荡，期货价格由于升水现货，或在明年上半年达到 6500，而下半年因利多兑现而逐步走弱。

操作策略：上半年以单边为主，逢低试多远月合约。下半年以套利为主，关注期现套利及阔叶的跨品种套利。

风险关注：疫情恶化，下游消费不及预期，中美关系恶化

国贸期货  
能源化工研究中心

陈一凡

期货从业证号：F3054270

投资咨询证号：Z0015946

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

## 一、行情回顾

2020 年受疫情影响，宏观整体走弱，商品市场动荡较大，纸浆亦未能幸免。浆价全年在基本面及消息面影响下同样几经波折。截止 12 月 18 日，纸浆指数收至 5272 点，较年初涨幅约 15%，全年行情我们可以分为三个阶段来看。

第一阶段（年初至 8 月）年初在疫情席卷全球冲击下，大宗商品普跌，纸浆也未能幸免。但由于自身和原油关系不大，纸浆表现相对坚挺，较其他油系化工品先反弹。同时，由于疫情原因全球各大港口封航，纸浆供给一度趋紧，配合旺季补货，价格整体偏强。而随着旺季过后，纸浆回归高库存弱需求基本面，价格回落低位区间，窄幅震荡。但 4400 一线支撑较强，属于产业周期底部，多头在此价位潜伏，为后期上涨积聚力量。

第二阶段（8 月至 11 月）8 月中旬开始纸浆迎来一波上涨。主逻辑是后疫情时代，宏观整体缓慢复苏，对因疫情杀低的价值进行修复。同时宽松的货币政策提供了充足的流动性，在前期更具投资价值的有色、黑色金属轮番拉升之后，更偏消费属性的工业品纸浆开始获得了资金的关注。纸浆现货市场同样具备涨价基础。下半年疫情较年初得到了一定的控制，出口订单的增加提振了包装用纸的需求，同时国内金九银十旺季备货，下游纸厂联合挺价。其中白卡纸态度最为坚决，接连发布涨价函，每轮提涨 500 元/吨，到 9 月已经提涨 3 轮，累计涨幅 1500 元/吨。文化用纸及包装用纸纷纷跟涨，向上传导至纸浆，促使浆价上调，盘面也在短短一周内迅速突破 5000，整个行业似乎是一片繁荣的景象。但欧洲疫情二次爆发及美国大选的动荡给市场迅速降温，同时下游实际需求在金九银十落地期间却不及预期，价格再次回归基本面逻辑。

第三阶段（11 月至目前），11 月浆价再次开始上涨，本轮主逻辑则更主要是依赖产业端的主动提价所致。外盘经过多轮提价，价格已从 600 美金附近提升至 700 美金，涨幅 80-100 美金，较为可观。同时，国内政策面利好纸浆，限塑令及限废令相关题材不间断炒作，叠加临近年关备货季，纸浆连续上涨，突破前高，价格重心从 4500 一线上移至 5000 一线。但目前下游对如此高昂的浆价仍持谨慎态度，购买均刚需备货，且疫情在全球范围内仍有反复的可能，浆价未来是继续上涨还是动力衰竭回落，仍要关注整体宏观情况及现货市场的活跃度。

纸浆指数走势



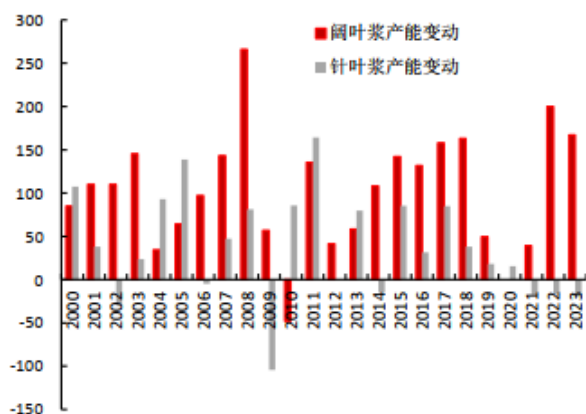
数据来源：wind、国贸

## 二、 基本面分析

### （一） 供给

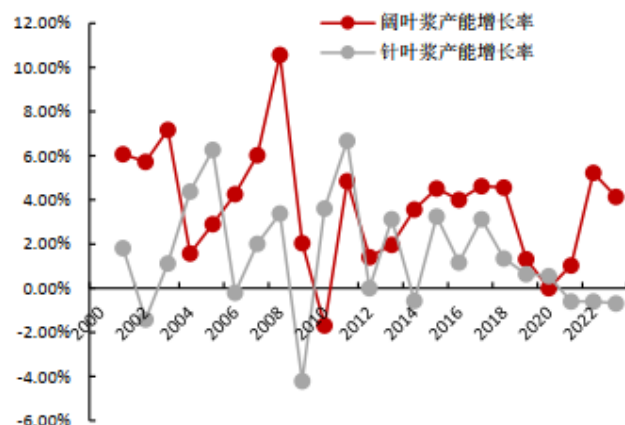
产能方面，针叶浆在未来 3-4 年基本没有新增产能，反而是有部分针叶浆产能转产绒毛浆、本色浆等等。阔叶浆产能则继续增长。在未来 3 年中，预计全球有 400 万吨产能投放，增长近 10%，2021 年相对增幅有限，主要集中在 22 年及 23 年。所以从产能端看，针叶浆在未来三年均无扩产压力，而阔叶浆压力在 2022 年。根据 PPPC 的预测报告显示，2021 年全球化学浆产能预计增加 77 万吨，同比增长 1.1%，其中针叶浆的产能并未发生明显变化，仅小幅微增 1.4 万吨；而阔叶浆的产能投放相对要多一些，预计增长 63.1 万吨，同比增长 1.6%。

全球针、阔叶浆新增产能



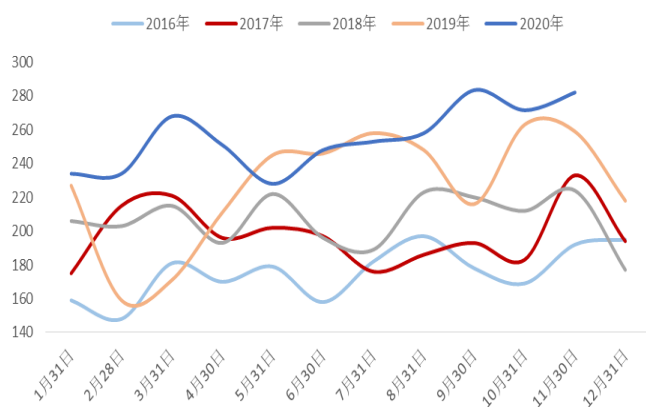
数据来源：公开资料整理、国贸

全球针、阔叶浆产能增速



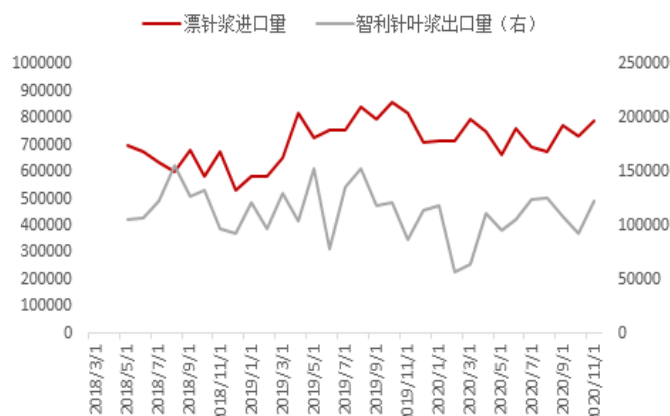
数据来源：公开资料整理、国贸

木浆进口量（万吨）



数据来源：WIND、国贸

智利针叶浆出口量（吨）



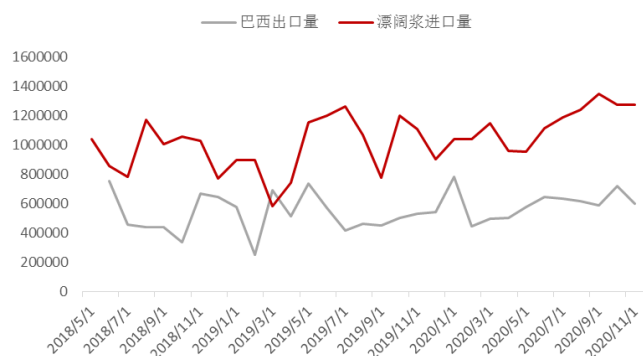
数据来源：卓创、国贸

我国针叶浆进口主要国家有智利，加拿大，俄罗斯，阔叶浆进口主要为巴西和印尼。上半年因为疫情原因，港口封航，进口量下降显著，也促成了上半年浆价偏坚挺的格局。下半年开始疫情好转，进口量开始稳步回升。截止11月30日，我国全年进口木浆总量2811.2万吨，较去年同期增长12.31%。而具体分浆种看，针叶浆由于供应整体偏紧进口增量并不明显，本年度进口量的增长主要靠阔叶浆来贡献。数据显示2020年1-11月我国针叶浆进口总量806.2万吨，较去年同期下降1.58%；而阔叶浆1-11月进口总量1254.8万吨，较去年同期上涨15.33%。

对于2020年针叶浆供给减少的原因，我们认为有以下几点：1、疫情影响全球贸易及下游需求。今年上半年疫情肆虐，各国港口为防止新冠传播，纷纷封航封港，运力价格水平大涨，进口成本增加，出口同样受到影响，订单骤减，下游减少原料采购，导致上半年进口量大降。2、部分地区出现原料短缺现象。北美大批企业停工。

产能及进口的分化也影响了外盘成本及报价。针叶浆由于供给趋紧，外盘报价相对较强，成本明显高于阔叶浆。对标盘面最便宜交割品价格从 2020 年中的最低的 550 美金左右上涨到了 12 月、1 月的 680 美金（乌针、太平洋），涨幅超过 20%。其中大部分涨幅发生在下半年，分别是第三季度的 8 月及第四季度的 12 月。前期浆价跌至低位，引发部分地区停产，主要为加拿大。加拿大浆价成本相对较高，约在 600 美金左右，即便考虑到 2020 年海运费有所增长，目前 700 美金的凯利浦也是大概率覆盖了加拿大生产针叶浆的成本，针叶浆不太可能因为价格低于成本而产生供给短缺的问题了。阔叶浆则相对偏软，市场上货源充足，叠加成本低廉，阔叶木再生能力较强，业内认定国外阔叶浆成本约在 200-300 美金，而目前现货价格仍在 450 美金以上，利润依旧丰厚，下方支撑略显不足。

巴西阔叶浆出口量（吨）



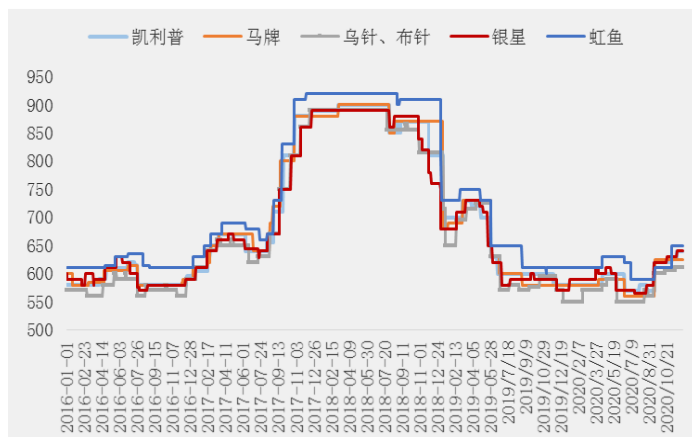
数据来源：WIND、国贸

主力合约及基差（元/吨）



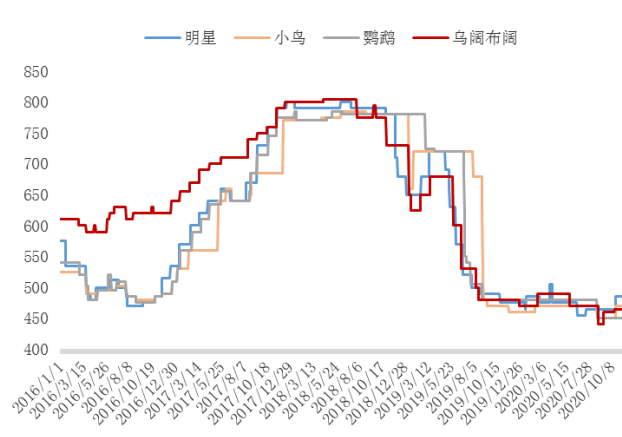
数据来源：WIND、国贸

针叶浆外盘报价（美元/吨）



数据来源：WIND、国贸

阔叶浆外盘报价（美元/吨）



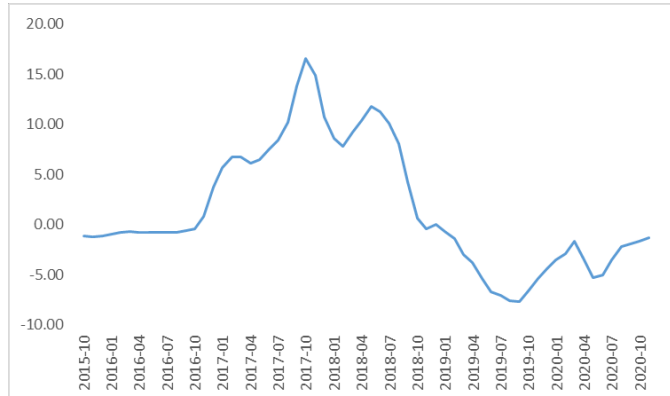
数据来源：WIND、国贸



## （二）需求

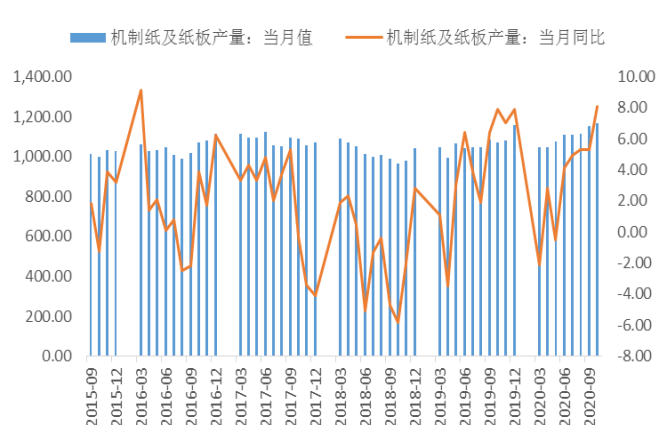
造纸业作为传统轻工制造业的一种，下游产品需求分布较广，易受宏观因素影响。上半年疫情对国内造纸业造成了不小的打击，主要是下游成品纸中的包装用纸，因贸易受阻而销量骤减。2020 造纸及纸制品的 ppi 和去年同比均有所下滑，到达了一个历史较低的水平。但进入下半年，疫情逐步得到控制，各国贸易恢复，同时货币政策宽松化，整体经济得到较好额度恢复。

造纸及纸制品 PPI：当月同比（%）



数据来源：WIND、国贸

机制纸及纸板产量（万吨、%）



数据来源：WIND、国贸

从各自纸种来看，疫情前后包装用纸恢复最为显著。随着疫情好转，各国贸易港口及工人开始恢复正常，包装用纸订单量增长明显。产业内，由于行业产能集中度较高，大厂定价能力强，下半年行情好转情况下，纸厂连续提涨三轮包装纸价，每轮 500 元。主流白卡货源从 6000 左右的价格直接涨到 7000 以上。其实业内白板纸已经逐渐被白卡纸替代。由于白卡纸原料化机浆价格大幅下跌，降低了白卡纸生产成本，规模纸厂利润得到显著提升。下半年利润高达 2000 元/吨以上，处于历史高水平。此外，白卡纸涨价还受到国家政策“禁塑令”及“禁废令”的影响。

首先是禁塑令。2020 年 1 月，我国发布最严“禁塑令”，全面限制不可降解塑料使用。据发改委等联合发布的意见，2021 年起直辖市、省会等地区商超、药店及餐饮打包外卖服务等领域将率先禁塑。在社会公共场所，推广使用环保布袋、纸袋等非塑料制品和可降解购物袋。2020 年 7 月，九部门联合印发《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》，加强对各部门、企业执行禁塑令的监管。发改委和生态环境部于年初发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》中提出，要求 2025 年对不可降解塑料逐步禁用。对于该系列政策，市场预计白卡纸需求增量将超 300 万吨。考虑到生产一吨白卡纸需要近 0.3 吨阔叶浆，0.1 吨的针叶浆及 0.4 吨的化机浆，那预计将有超过 240 万吨的纸浆增量。这点对纸浆无疑是一大利好。

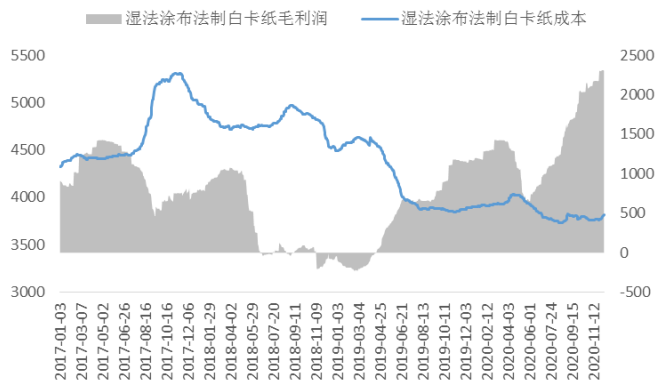
禁废令则是限制废纸进口，

到 2021 年，也就是明年，实现

专业·诚信·进取·共赢

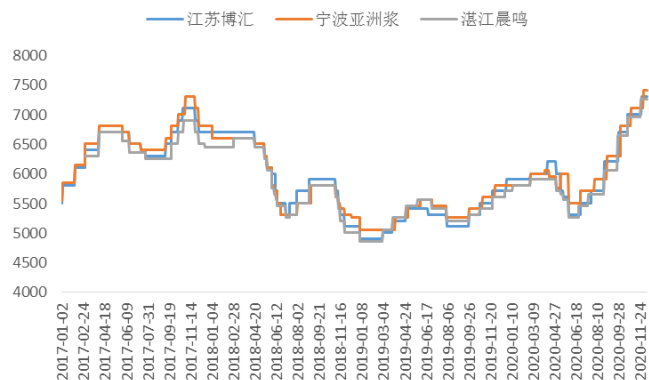
废纸的零进口。考虑到白板纸的制作将使用大量废纸浆，而废纸浆的短缺将由本色浆等其他浆种代替，同样将拉动纸浆需求，因为本色浆进口量实际上有限，所以禁废令算利多，但不是主要核心利多。

白卡纸成本及利润（元/吨）



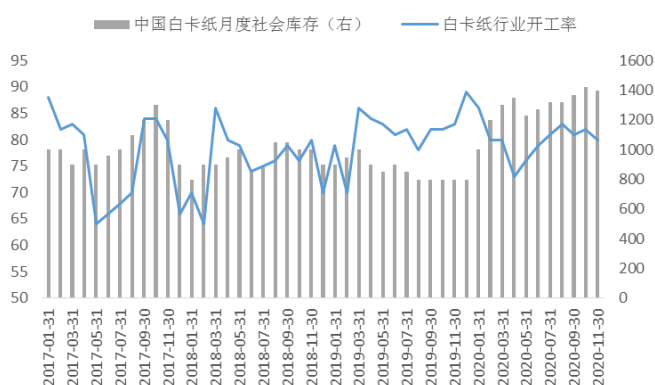
数据来源：卓创、国贸

白卡纸价格（元/吨）



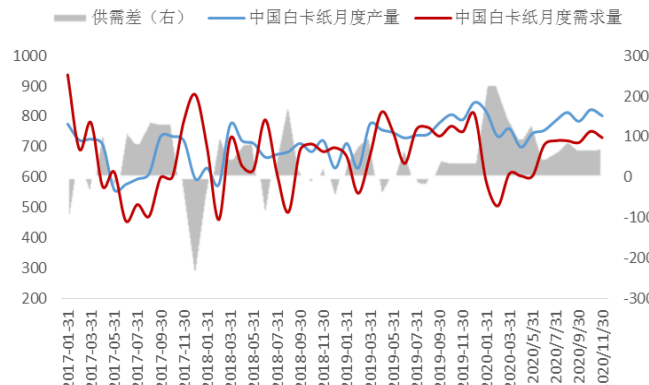
数据来源：卓创、国贸

白卡纸开工率及社会库存（%、千吨）



数据来源：卓创、国贸

白卡纸产量及需求（千吨）



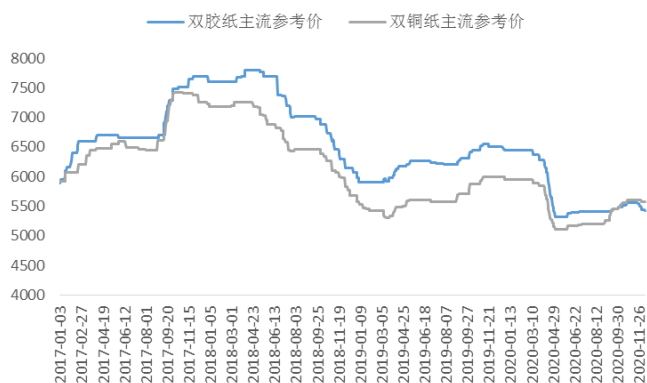
数据来源：卓创、国贸

文化用纸方面，全年表现相对稳定，前期抗跌，后期温和走强，相对不及白卡纸强势。其中铜版纸及双胶纸亦有分化。铜版纸受宏观层面影响较大，前期受疫情影响累库降价促销，走势疲弱；但随着疫情好转，整体经济活动复苏，传单、广告等订单回暖，库存显著下降。双胶纸介于终端需求是办公用纸、教材印刷及党建类书籍，较为刚性，疫情期间受影响不大，但疫情后反弹也并不明显。但由于今年不是党建大年，宣传材料这部分的纸浆消耗量不大，所以今年双胶纸行情相对普通，虽然纸厂积极推涨，但整体落实情况不佳，总体小幅累库。

明年是建党 100 周年，宣传材料订单有激增的预期，市场预估文化用纸需求量预增 100 万吨左右。市场传闻其实今年四季度就有文化用纸大厂拿到相关订单，预计这部分的需求拉动将延续到明年上半

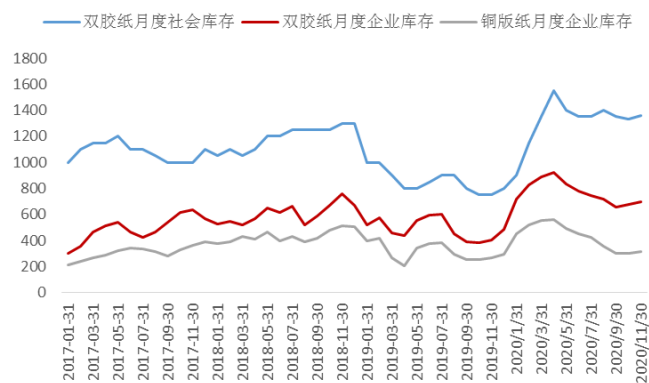
年。按照双胶纸的用浆量，每吨双胶纸使用 0.16 吨针叶浆，0.55 吨阔叶浆，相应纸浆消耗量为针叶浆 16 万吨，55 万吨阔叶浆，对纸浆需求拉动十分明显。

文化纸价格（元/吨）



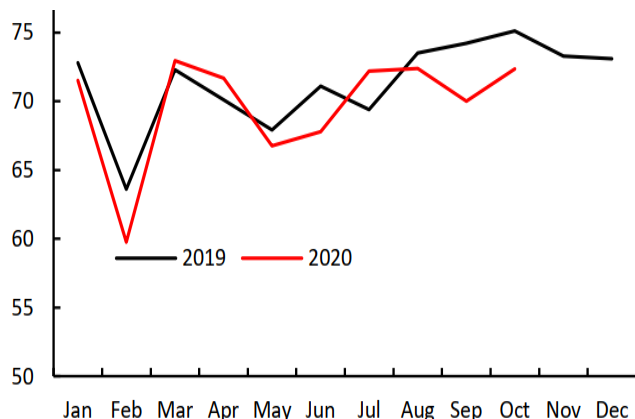
数据来源：卓创、国贸

文化纸库存（千吨）



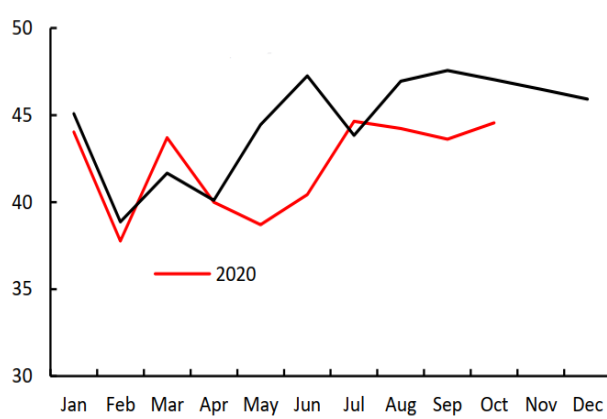
数据来源：卓创、国贸

双胶纸产量（万吨）



数据来源：卓创、国贸

铜板纸库存（万吨）

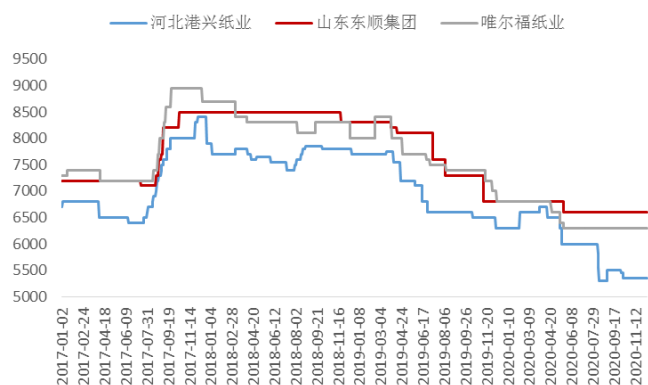


数据来源：卓创、国贸

生活用纸方面，整体表现相对较差。实际上，生活用纸在用浆比例是各纸种中最高的，浆纸比高达 1:1，与纸浆联动最强。但生活用纸产业内产能过剩，生活用纸价格并没有跟着木浆的几次暴涨而有所跟涨，总体来说一直是下行趋势。截止 11 月 30 日，生活纸现货均价 6083 元/吨，较年初下跌 9.04%。利润方面，喷浆工艺的税后毛利自 4 月初达到相对高点 1417 元/吨，之后便大幅下挫至 12 月的 273 元/吨，回落明显。由于生活用纸纸厂相对分散，在购买原料的时候并没有和上游纸厂签订长协的习惯，一般是在市面上购买流通的现货，所以生活用纸过低的利润会限制厂商购买木浆的积极性，影响浆市放量。目前国内生活用纸消费维持年均 5% 的增长，较为稳定，但下游需求偏刚需，且中国作为发展中国家，人均生活用纸消费量相对有限，远不及欧美发达国家的人均用纸量，需求拉动仍需更多的市场活动及商业需求增长，是一个较为漫长的过程。

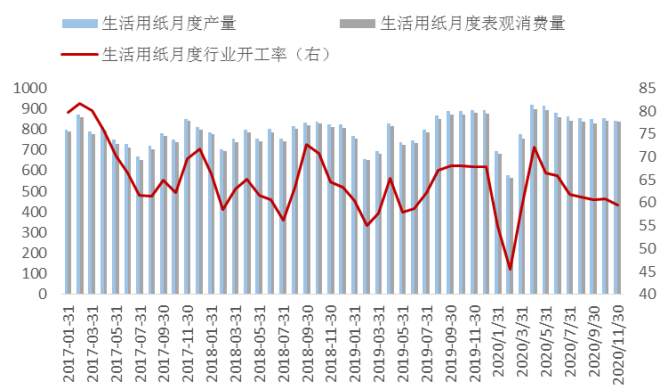


生活纸价格（元/吨）



数据来源：卓创、国贸

生活纸产销及开工负荷（千吨、%）



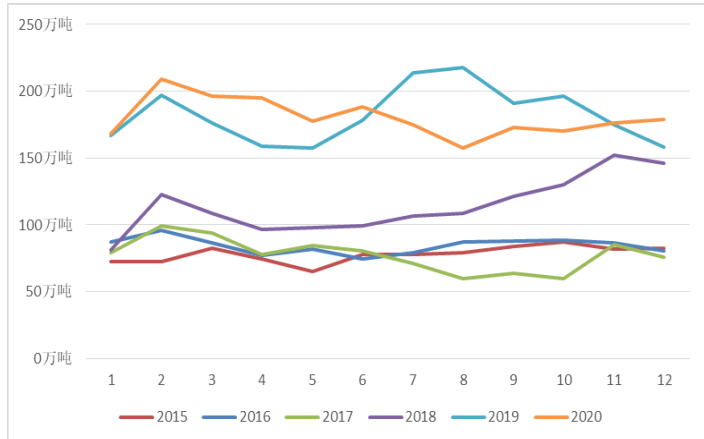
数据来源：卓创、国贸

### （三）库存

纸浆库存近年始终偏高。近三年来，港口大致经历了两个阶段，第一阶段为 17-19 年，当时被动累库，国内三大港口不断累库，最高峰值在 2019 年上半年积累到超过 200 万吨。行业景气度极低，价格下降压缩利润，贸易商倒挂出售。而随着便宜的纸浆得到下游的接受，纸厂开始大量采购，纸浆库存也逐步得以消化。进入 2020 年，国内三大港口库存缓慢下降至 160-180 万吨附近，开始被动去库。贸易商利润开始好转，开始在涨价过程中挺价。若将库存周期的四个阶段与美林始终大致对应，累库时期为 17 年至 19 年，到 19 年中开始去库，预计去库将持续到 21 年中，进入明年下半年，纸浆库存或重新进入累库周期。

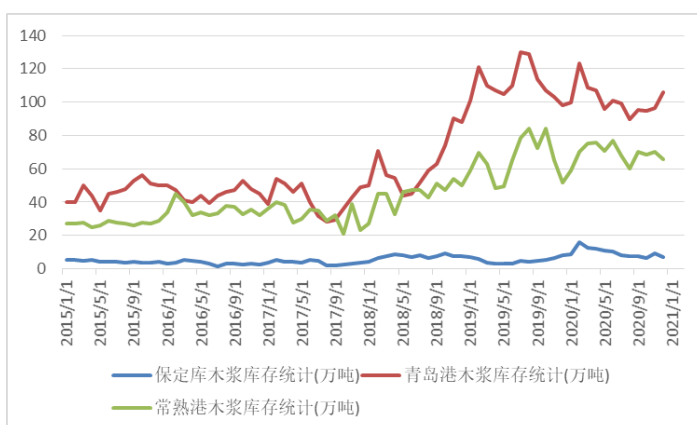
仓单库存方面，由于纸浆的仓单注销规则是到港后第二年底必须注销，这意味着 19 年注册的仓单将在 2020 年底全部注销。根据交易所数据，2019 年注册了 105000 吨的纸浆仓单，2020 年初新增了 30000 吨后仓单数量达到顶峰，随后开始回落。到下半年第三季度，仓单数量还有 6 万余吨，2012 合约压力显而易见。此消彼长间，01 合约的交割品数量可能不够，一时间坊间争相流传 01 合约的逼空行情。但目前来看整体货源仍显充裕，仓单注册流程相对简便，该情况的可能性仍有待考证。

我国三大港口库存



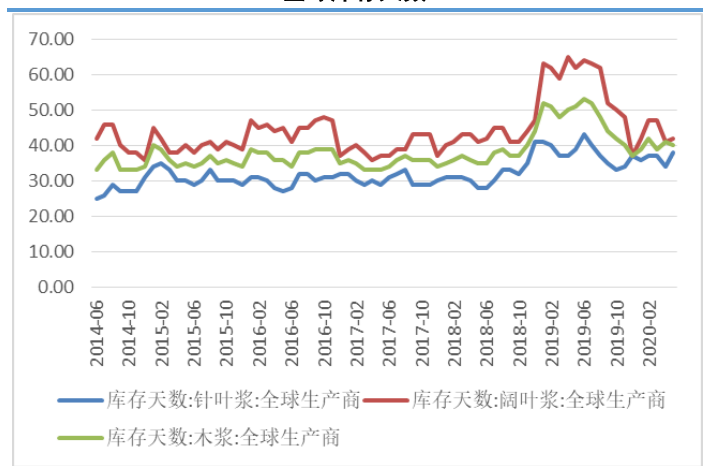
数据来源：卓创、国贸

我国历年港口库存



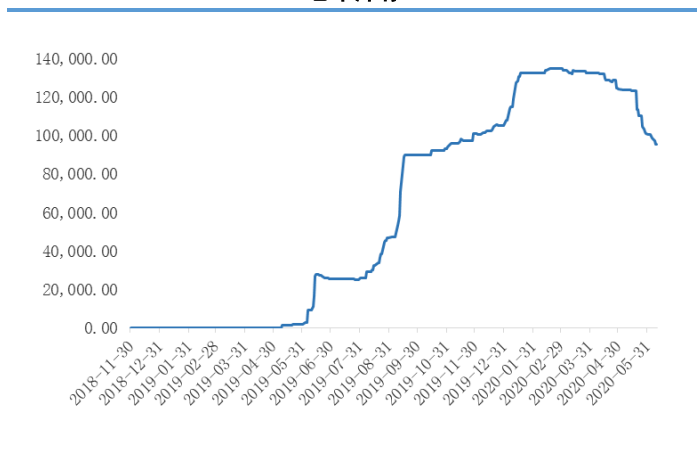
数据来源：卓创、国贸

全球库存天数



数据来源：卓创、国贸

仓单库存



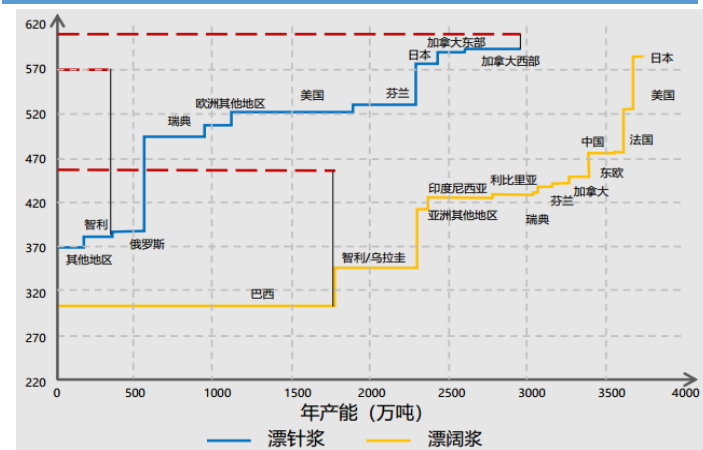
数据来源：上期所、国贸

### 三、价格价差分析

外盘现货价格方面，12 月银星报价面价 690 美元，折合人民币 5400 附近，乌针稍低，面价 680 美元。目前主流报价为期现报价，01 合约减 50~100。后期可关注国外浆厂减产动向。

近远月价差方面，目前由于做市商制度，近月连续月份均为活跃合约。月间价差在 30 附近，相对合理。由于纸浆厂库交割制度，卖方更利于交货，对近月形成压力，同时目前库存水平仍高，可适当进行空临近交割月份多远月进行反套，具体合约可空 02 多 05。而考虑到季节性淡旺季因素，明年利多及旺季均在上半年，浆价或在上半年利多兑现后在下半年逐步走弱，因此可多上半年月份空下半年月份进行整套，具体合约参考多 05 空 09。

国外浆厂成本（元/吨）



数据来源：公开资料整理、国贸

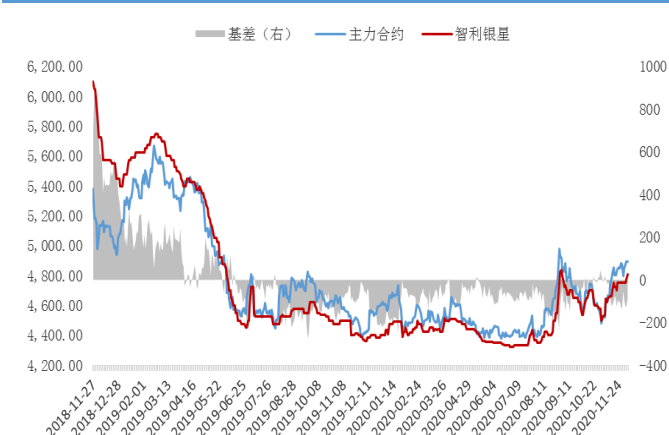
针叶浆进口利润（元/吨）



数据来源：卓创、国贸

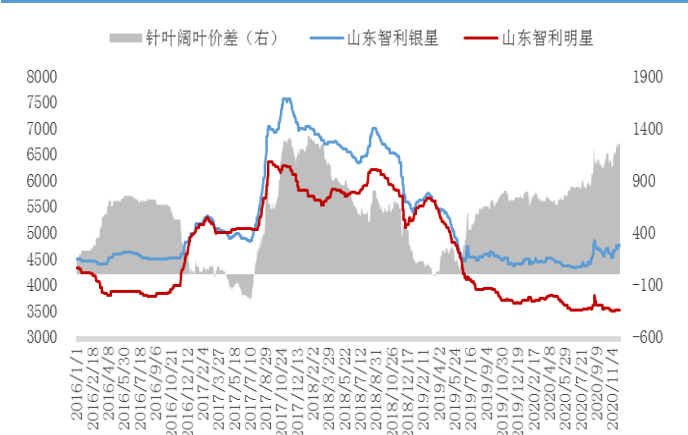
针阔价差方面，由于这一波针叶大幅涨价，远超过阔叶，针阔价差目前拉大到了 1300 元/吨，较年初上涨近 500 元/吨，处于历史高位。由于下游造纸会考虑到浆种价格因素进行不同浆种配比的调整，即阔叶便宜时增大阔叶使用量，当大量消耗阔叶后，促使阔叶涨速开始快过针叶，即针阔价差开始收缩，在下游需求增速预期较大的情况下，针阔价差预计将回归早平均水平 800 左右。买阔叶卖针叶策略可开始关注。

期现走势（元/吨）



数据来源：卓创、国贸

针阔价格走势（元/吨）



数据来源：卓创、国贸

## 四、未来展望

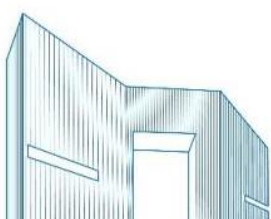
经过下半年的拉涨，纸浆基本脱离了底部区间，价格重心开始上移。

展望明年，从供需来看，针叶浆由于无新增产能增加，同时全球需求整体复苏，国内进口未必能实现同比增长，因此，2021 供给端压力并不大。而需求端，国内由于禁塑令、禁废令以及党建周年宣传材料需求，纸浆消耗量确定性较强，预期增速较高。因此，2021 供需转强是比较确定的，纸浆价格整体上移概率较大。

具体到明年时间节点，利多大都集中在上半年。3-5 月份是文化用纸旺季，党建宣传材料的需求大多会在该时间点释放，配合其他学校教辅及书籍出版印刷，国内库存在该时段预计降速较快。考虑到包装用纸投产时间全年相对平均，包装用纸的释放相对平滑。因此我们预计上半年浆价将强于下半年。

在宏观复苏及流动性充足背景下，纸浆虽然走出底部，但在产业周期内仍算相对低位，仍容易受到资金的青睐，我们预计在期货升水情况下纸浆或在明年上半年触及 6000。因此操作上单边我们建议逢低试多 2103、2105 合约。套利方面，考虑季节性强弱关系多上半年空下半年（多 05 空 09）。针阔方面，关注针阔价差，择机入场，目标价 800。

### 免责声明



本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货研发中心力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险 入市需谨慎

# 国贸投研小程序

专 注 期 货 ， 悦 享 资 讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读



长按二维码进入小程序

专业·诚信·进取·共赢